

ФИЛОСОФИЯ ЭКОНОМИКИ И ЭКОНОМИЧЕСКАЯ НАУКА

УДК 334.722.8+334.723(470.5)

Л. С. Ружанская

ИНТЕРЕСЫ УЧАСТНИКОВ И РАЗВИТИЕ КОРПОРАЦИИ: ПРОБЛЕМА СОГЛАСОВАНИЯ

На основании неoinституциональной теории в работе рассматривается проблема создания стимулов к развитию корпорации у лиц, принимающих решения в фирме. Демонстрируется слабость существующих мировых стандартов лучшей практики корпоративного управления, нацеленных на создание у менеджеров и собственников мотивов к краткосрочному развитию компаний. Выявляются условия преимущественного развития внутренних механизмов корпоративного управления в российской экономике и перспективы развития российских корпораций в условиях кризиса. В работе делается акцент на особой роли государства как собственника и стейкхолдера в корпоративных отношениях.

К л ю ч е в ы е с л о в а: корпоративное управление, интересы стейкхолдеров, корпоративная интеграция, оппортунизм, инвестиции, экономическое развитие.

Конфликт интересов в современной корпорации и корпоративное управление

Современные теории фирмы перешли от неоклассического понимания фирмы как «черного ящика» к более сложным организационным концепциям, призванным понять, как организованы взаимодействия между агентами внутри фирмы и как они влияют на возможности финансирования инвестиционных проектов. В литературе по корпоративному управлению широко используется инструментарий новой институциональной теории для объяснения принципов функционирования современных корпораций как коалиции собственников ресурсов, обладающих самостоятельными, зачастую разнонаправленными интересами [29, 30, 36, 37].

Фирменная организация коллективной экономической деятельности в условиях ненулевых трансакционных издержек оформляется долгосрочными неполными контрактами. Это открывает широкие возможности для оппортунизма участников фирмы. Борьба за квазиренду, возникающую в результате коллективных действий в рамках фирмы, сопровождается неизбежными конфликтами и неэффективной тратой ресурсов. Природа конфликта заключается в ограниченности ресурсов, используемых коллективно [25].

Корпоративное управление, как комплекс ограничений, формирует *ex-post* по поводу квазиренды, создаваемой фирмой, т. е. обеспечивает механизмы принятия решений в случаях, не предусмотренных контрактом между участниками фирмы [49]. Основным участником корпоративных отношений является инвестор, вложивший средства в компанию и обладающий правами собственности, важнейшими из которых для понимания целей корпоративного управления являются право на получение дохода и право контроля, т. е. возможность принимать решения, определяющие деятельность компании. В экономической литературе проблема разделения собственности и контроля, породившая корпоративное управление, впервые обсуждалась в работе А. Берле и Г. Минса «Современная корпорация и частная собственность» [34]. Корпорации с распыленной собственностью продемонстрировали переход фактического контроля к наемным менеджерам. Это дало им свободу действий и остаточное право контроля (*residual control right*) в распоряжении средствами, принадлежащими инвестору, породив «проблему безбилетника».

Разделение собственности и контроля является частным случаем широко известной в экономике модели «начальник — исполнитель». В рамках этой модели собственник решает как проблему «отрицательного отбора» (*adverse selection problem* — как выбрать хорошего менеджера), так и проблему «морального риска» (*moral hazard problem* — как заставить менеджера действовать в интересах собственника). Таким образом, в узком смысле корпоративное управление — это набор инструментов, принуждающих менеджера действовать в интересах собственников компании, которые нацелены на рост рыночной стоимости фирмы. В отличие от собственников менеджеры нацелены на получение максимального вознаграждения за свой труд и извлечение частных выгод¹. Последнее приводит к непроизводительной трате ресурсов фирмы и в результате сокращает рыночную стоимость компании [41].

Корпоративное управление с точки зрения классического конфликта интересов между менеджерами и акционерами предполагает разрешение этого конфликта для снижения частных выгод в условиях неравномерного распределе-

¹ Под частными выгодами понимают неденежные блага, которые получают менеджеры помимо вознаграждения за труд. Извлечение частных выгод не предусмотрено контрактом найма. Частные выгоды являются порождением оппортунизма менеджеров. Примерами частных выгод являются успех, моральное удовлетворение от реализации крупных проектов; личная репутация менеджера, перспективы карьеры; привилегии (*perquisites*) — роскошный офис, автомобиль, самолет, членство в клубах и т. п.; патронаж — назначение на ключевые позиции друзей и родственников; наконец, прямой вывод активов из компании.

ния информации при принятии решений на фирме в пользу менеджеров. Инструментами разрешения конфликта являются внешние и внутренние механизмы мониторинга. К основным внешним механизмам относят фондовый рынок, рынок корпоративного контроля, рынок топ-менеджеров, банкротство, конкуренцию на товарных рынках; к внутренним механизмам — совет директоров с независимыми директорами, контроль со стороны крупного собственника, аудит, раскрытие информации, компенсационные схемы и неявные стимулы для топ-менеджеров, а также угрозу их увольнения.

Выявленный современной теорией фирмы² конфликт интересов участников корпорации изменил точку зрения на формирование целевой функции фирмы. Переход от принципа монизма, заложенного в неоклассической теории фирмы³, к пониманию фирмы как коалиции позволил расширить горизонты анализа поведения фирмы. В область предмета исследований вошли процесс принятия решений в фирме и влияние интересов участников на принятие стратегических решений. Это позволило выйти за рамки участников коалиции. Для теории корпоративного управления это вылилось в появление теории «общества заинтересованных лиц» (stakeholders).

Расширенная трактовка корпоративного управления в соответствии с определением Дж. Тироля [48] включает в себя интересы всех стейкхолдеров: акционеров (shareholders), кредиторов, поставщиков, покупателей, работников, местных сообществ, органов государственного регулирования и др. Действия менеджера не только влияют на стоимость компании для инвесторов, но и создают экстерналии для большего числа заинтересованных лиц. Предоставление всех прав контроля собственникам ущемляет интересы других заинтересованных лиц. Поэтому современные стандарты корпоративного управления, принятые в развитых странах, призваны соблюдать реализацию интересов широкого круга лиц.

Концепция «заинтересованных лиц», неизбежно более расплывчатая и трудноформализуемая [Там же], предлагает два подхода к ее пониманию. С одной стороны, в рамках этой концепции менеджер должен выполнять более широкую миссию, а именно: он должен максимизировать суммарную полезность всех заинтересованных лиц, таким образом интернализуя экстерналии. Другой подход предполагает включение в процесс контроля над компанией не только собственников, но и других заинтересованных лиц. Эти подходы, несомненно, связаны друг с другом.

В то же время применение на практике концепции «общества заинтересованных лиц» сталкивается с двумя проблемами: проблемой измерения суммарной полезности стейкхолдеров и проблемой выбора между явными (фидуциарная ответственность) и неявными (компенсационные схемы) стимулами для менеджеров. Предоставление стейкхолдерами контроля над компанией наравне

² Поведенческая теория фирмы (бихевиоризм), менеджериизм, теория агентов, теория трансакционных издержек, теория прав собственности и др.

³ Монопродуктовая фирма принадлежит одному собственнику-управляющему, единолично принимающему решения в условиях совершенной информации и конкурентных рынков.

с собственниками хотя и встречается на практике⁴, однако в случае, когда мотивы заинтересованных лиц значительно противоречат друг другу, их участие в процессе управления может привести к замедленному и неэффективному принятию решений или даже к блокированию некоторых из них. Составление таких контрактов с заинтересованными лицами, не имеющими права контроля, позволит уменьшить налагаемые на них экстерналии, хотя это также труднореализуемо⁵.

Мотивы, движущие группами контроля в корпорации, определяют не только выбор целей фирмы, но и приоритеты в развитии механизмов корпоративного управления.

Большинство существующих механизмов корпоративного управления призваны защищать интересы собственников. Эмпирические исследования по странам с развитой рыночной экономикой продемонстрировали то, что в странах с высоким уровнем защиты прав акционеров преобладает распыленная структура собственности, а в странах с низким уровнем защиты акционеров — концентрированная собственность. Результаты, полученные Л. Ла Порте, Е. Лопес-де-Силанес, А. Шляйфер [44], показали, что в странах, где законодательство слабо обеспечивает защиту прав миноритарных акционеров (в основном это страны с континентальной системой права), даже в крупных компаниях появляются контролирующие акционеры.

Концентрация собственности дает возможность эффективно контролировать поведение менеджеров компании. Вместе с тем концентрация собственности может иметь негативные последствия. Во-первых, компании, имеющие контролирующего собственника, практически не сталкиваются с угрозой поглощения, что неизбежно ослабляет мотивацию менеджеров. Во-вторых, когда доля крупного акционера в капитале компании велика, он может извлекать «частные выгоды контроля» в ущерб другим участникам коалиции, в первую очередь миноритарным акционерам [31].

Можно выделить ограничения на концентрацию собственности. Так, отрицательно относящийся к риску инвестор предпочтет диверсифицировать свои вложения, а не аккумулировать большую долю собственности в одной компании. Концентрация собственности влияет на поведение фирмы неоднозначно: чем выше концентрация, тем выше полномочия у доминирующих собственников и тем ниже полномочия у миноритарных собственников. Зависимость между

⁴ В Германии этот подход реализован в двухъярусном совете директоров, где в наблюдательный совет входят как собственники, так и представители работников, поставщиков, клиентов и т. д. Другой пример — в организациях, где важную роль играет человеческий капитал (консалтинговые или юридические фирмы, университеты), ключевые работники получают право контроля, т. е. участвуют в принятии решений. Это позволяет им защитить свои инвестиции в специфический человеческий капитал.

⁵ Дж. Тироль предлагает два защитных механизма путем контрактов: 1) ограничить набор действий, доступных контролирующему собственнику, т. е. исключить действия, создающие наиболее сильные отрицательные экстерналии. Недостаток его в том, что данный подход ограничивает гибкость в принятии решений; 2) обеспечить заинтересованным лицам, наименее реагирующим на решения контролирующего собственника, фиксированные выплаты и возможность свободного расторжения контракта [48].

эффективностью и концентрацией нелинейна [11, 14]. Кроме того, высокая концентрация собственности ограничивает ликвидность рынка акций, что снижает издержки инвесторов на мониторинг и выступает аргументом против чрезмерной концентрации собственности. Хотя, как будет показано ниже, фондовый рынок может создать дополнительные изъятия в передаче информации о компании как объекте инвестирования.

С точки зрения анализа влияния интересов различных типов контролирующих собственников на работу компании можно выделить следующие зависимости в терминах новой институциональной теории.

Внешний крупный собственник ориентируется в принятии решений на увеличение рыночной стоимости компании. В то же время следует отметить, что внешние собственники неоднородны по своим интересам, а следовательно, агентский конфликт имеет существенное значение [41]. Если создателями фирмы являются физические лица, то проблемы, возникающие по мере роста привлеченных для развития бизнеса финансов, описываются моделью жизненного цикла организации [3, 8]. Нефинансовыми юридическими лицами выступают члены интегрированных групп, оформленных через имущественные отношения. Каждое предприятие, входящее в группу, выполняет свою функцию. Кроме того, внешними инвесторами могут быть независимые предприятия — партнеры компании. В случае нефинансовых инвесторов владение акциями является инструментом повышения конкурентоспособности отдельного предприятия или группы.

Мотивы миноритарных акционеров отличаются от мотивов контролирующих инвесторов. Мелкие акционеры, будучи портфельными инвесторами, ориентированы на извлечение краткосрочной прибыли, в то время как у стратегических инвесторов цели могут быть долгосрочными. Кроме того, крупные внешние собственники могут варьировать свои интересы в зависимости от того, являются они физическими лицами, нефинансовыми компаниями, кредиторами или финансовыми посредниками.

В случае собственности институциональных инвесторов (пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды, страховые компании и т. д.) стимулы к извлечению частных выгод контроля крайне низки, так как финансовый посредник инвестирует не собственные средства, а средства вкладчиков. В то же время, аккумулируя большое число голосов мелких инвесторов, институциональный инвестор решает проблему координации миноритарных инвесторов. С другой стороны, по причине делегирования голосов институциональный инвестор, даже управляя крупным портфелем, имеет слабые стимулы для контроля над действиями менеджера. Крупные кредиторы (прежде всего банки) также осуществляют делегированный мониторинг от лица своих вкладчиков, чьи средства они инвестируют. Банк имеет сильные рычаги влияния на заемщика и обладает значительной информацией для осуществления контроля, но стимулы к мониторингу также низки, за исключением случая «набега вкладчиков».

Доля собственности в руках менеджеров оказывает двоякое влияние на принятие решений и результаты деятельности компании. Наделение наемных

менеджеров собственностью позволяет сформировать у них интересы собственника и ориентирует на рост стоимости компании [41]. С другой стороны, увеличение доли менеджеров в собственности фирмы способствует их «окапыванию», что влечет за собой большие издержки в случае неэффективного управления [46].

С точки зрения роста рыночной стоимости компании собственность в руках работников предприятия неэффективна. Тем не менее существует ряд аргументов в ее пользу. В оценке эффективности собственности в руках работников выделяются два вопроса: способны ли работники принимать хорошие решения и способны ли работники защищать свои интересы как собственники? Работники могут успешно осуществлять мониторинг, поскольку сами являются инсайдерами и могут коллективно контролировать менеджмент. С другой стороны, совместные действия и контроль усложнены тем, что работники неоднородны и имеют противоречивые интересы. У фирмы, находящейся в собственности работников, меньше возможностей для привлечения капитала из внешних источников по сравнению с фирмами, контролируемые внешними акционерами. Основной инвестиционный риск заключается в том, что средства будут использованы для оплаты услуг труда, а не капитала.

В случае с государственной собственностью права собственности реализуются чиновниками, у которых нет четких стимулов к улучшению результатов деятельности фирмы. В связи с этим чиновники не могут принимать эффективные решения, поскольку они не заинтересованы в деятельности работы компании. Исходя из этих соображений, в Российской Федерации происходит замена госчиновников в советах независимыми директорами. Государство, являясь участником корпоративных отношений, может выступать в двух ипостасях — как собственник и как регулятор. Участие государства в собственности подразумевает соблюдение его интересов как собственника, т. е. получение дохода в бюджет в форме дивидендов и контроль над деятельностью компании в целях максимизации ее рыночной стоимости. В то же время у государства в системе общественного разделения труда есть специфические функции по регулированию деятельности экономических агентов в целях повышения благосостояния общества. Для выполнения функции регулятора государство пользуется такими инструментами, как тарифы, субсидии, налоговые льготы и проч. Кроме того, деятельность государства может приводить к политическому вмешательству в работу компаний. Наблюдается и обратный процесс лоббирования отдельными компаниями своих интересов, что приводит к нарушениям условий конкуренции на товарных и ресурсных рынках. Система взаимных обменов между государством и бизнесом описана Тимоти Фраем [38, 39] и развита А. А. Яковлевым [27, 28].

Отдельно следует остановиться на вопросе эффективности самого корпоративного управления как системы норм и механизмов регулирования корпоративных отношений. Эффективная система корпоративного управления в первую очередь должна способствовать защите интересов инвесторов. Она отражается в таких показателях, как увеличение стоимости компании, рост инвестиций и нововведений, устойчивый экономический рост, а также предполагает реше-

ние вопросов, связанных с защитой прав собственности и распределением информации. Эффективная система корпоративного управления также позволяет при жестких требованиях к менеджерам со стороны стейкхолдеров сохранять достаточную гибкость в принятии решений [48] для реализации прибыльных проектов, предполагающих значительный уровень риска и неудачи [25].

Создание условий для развития компаний требует ориентации на растущую конкуренцию на товарных и ресурсных рынках, гибкость и скорость в принятии решений. Принимая в качестве критерия поступательного развития компаний их конкурентоспособность, мы сталкиваемся с ограничениями, которые накладывает лучшая практика корпоративного управления на возможности развития компаний. Главным же в контексте оценки эффективности корпоративного управления, на наш взгляд, является высвеченная текущим мировым кризисом проблема долгосрочного поступательного развития компаний: способствует ли современная система норм лучшей практики корпоративного управления принятию решений, не противоречащих долгосрочному росту компании? Обнаружилось, что крупные компании, удовлетворявшие международным стандартам корпоративного управления, не смогли обеспечить условий для долгосрочного поступательного развития и подавали инвесторам неверные сигналы о привлекательности вложений средств.

Развитая система корпоративных отношений опирается на компании, заинтересованные в росте. Такие компании искали дополнительные внешние источники финансирования в широких возможностях фондового рынка. Выход на фондовый рынок открывал доступ к дешевым деньгам при высоких рейтинговых оценках (рейтинговые агентства/независимые аудиторы). В результате произошло распыление собственности и ответственности текущих акционеров. Внешнее финансирование изменило ориентиры в работе компаний на демонстрацию внешней среде краткосрочных показателей их работы. Менеджеры стали заложниками капитализации и дивидендных выплат. На краткосрочные ориентиры переключились также и акционеры. Как следствие, возник внутренний конфликт между краткосрочными и долгосрочными целями бизнеса. Рост компаний все чаще осуществлялся благодаря слияниям и поглощениям. Разрастание бизнеса, усложнение оргструктур и глобализация компании привели к тому, что на практике невозможно стало собрать достоверную и полную информацию для принятия решений не только акционерами и рейтинговыми агентствами, но и исполнительными менеджерами. В итоге нарушился один из базовых механизмов функционирования экономической системы — механизм передачи информации. При этом утратилась система координат в принятии решений. Проблемой стал не доступ к дешевым деньгам, а риски и недоверие к институтам, которые должны уменьшать эти риски, а именно к стандартам корпоративного управления.

Именно стандарты лучшей практики породили проблему создания избыточно сильных стимулов. Усилия менеджеров, благодаря стимулирующим контрактам, были перераспределены в пользу легко измеримых и активно поощряемых фондовым рынком задач. Эта проблема не решается сегодня ни советами директоров с их внутренними серьезными конфликтами интересов, ни кре-

дитными рейтинговыми агентствами, ни аудиторскими фирмами, призванными защищать интересы инвесторов и прочих стейкхолдеров⁶. Усиление регулирования рейтинговых агентств приводит только к их коррумпированности. Разрушается доверие к эмитентам и структурам, оценивающим их платежеспособность.

Мотивы инвесторов и условия развития российских корпораций

Революция корпоративного управления «сверху» в форме акционирования и внедрения Кодекса корпоративного поведения не имеет смысла без возникающих «снизу» стимулов хозяйствующих субъектов к применению стандартов корпоративного управления. Для спроса на стандарты корпоративного управления важен тип страновой модели корпоративного управления, складывающийся на основании состояния институциональной среды и структурных характеристик экономики. Национальную модель корпоративного управления определяют по таким основным параметрам, как структура владения акциями, структура источников финансирования инвестиций, информационная открытость компаний, состав совета директоров и участников корпоративных отношений.

Формирование модели корпоративного управления в странах с трансформационной экономикой прежде всего обусловлено приватизацией государственных предприятий. Приватизация крупных и средних государственных предприятий и первичные переделы собственности стали первым этапом в развитии современных российских корпораций. В результате приватизации многие предприятия оказались в собственности инсайдеров — трудового коллектива. Из 4100 акционерных компаний, приватизированных до 1 апреля 1993 г., 74,2 % были приватизированы согласно схеме, которая гарантировала инсайдерам контроль над предприятием [17]. Несмотря на то, что руководителям компании номинально принадлежало относительно немного акций, они часто контролировали акции, доверяемые им работниками [47], а также использовали скрытые схемы владения, так что пакет акций, контролируемых менеджерами, значительно превышал объем принадлежавших им акций. Кроме того, в совете директоров часто доминировали менеджеры или непосредственно связанные с ними лица. Даже президентский указ 1994 г., согласно которому не более трети членов совета директоров могут быть служащими предприятия, не решил эту проблему, поскольку был проигнорирован [35].

Внешние инвесторы приобретали акции двумя путями: выкупая их у работников и приобретая акции, оставшиеся у правительства, под инвестиционные проекты [13, 47]. Несмотря на оформившуюся в 1994 г. тенденцию перераспределения акций в пользу аутсайдеров, доля акций, принадлежащая инсайдерам, оставалась существенной. В целом же характер структуры собственности российских предприятий в период приватизации отличался тремя важными характеристиками: доминированием инсайдеров, сохранением большой доли госу-

⁶ Ярчайшим примером является история Arthur Anderson, лишившейся репутации в деле с Enron.

дарства, в первую очередь регионального уровня, и высокой динамичностью процессов перераспределения капитала [9].

Искусственный характер формирования российских псевдооткрытых акционерных обществ (АО) привел к тому, что большая часть акционеров также были квазиакционерами: свои акции они получили бесплатно или в обмен на приватизационные чеки, которые, в свою очередь, не принесли АО финансовых средств. Мажоритарные собственники, как правило, приобретали свои пакеты по очень низкой цене, что в условиях слабых гарантий прав собственности, неэффективного законодательства и налогового режима толкало их к выводу ценных активов в новые, полностью принадлежавшие им структуры и к эксплуатации оставшихся активов до их полного износа, без каких-либо новых вложений в них. Доминирующие собственники не нуждались во внешнем финансировании по причине отсутствия стимулов к развитию и стремления сохранить главный актив — контроль над предприятием.

В целом особенностями сложившейся в 90-е гг. в России модели корпоративного управления стали «инсайдерский» контроль доминирующего собственника [6] и отсутствие долгосрочных планов по использованию активов компаний [2]. Все это привело к высокой концентрации собственности с доминирующим акционером, непосредственно участвующим в управлении; ориентации на внутренние источники финансирования инвестиций в целях защиты от недружественных захватов; распространению практики вывода активов; использованию связей с представителями федеральной и муниципальной власти как фактора конкурентоспособности предприятия. При активном вмешательстве государства в экономику крупным корпорациям с высококонцентрированной собственностью проще взаимодействовать с государством.

После кризиса 1998 г., ставшего переломным для развития российской экономики, в 2000 г. в промышленности был впервые отмечен заметный рост инвестиций. Основным источником финансирования инвестиций стали собственные средства предприятий (см. таблицу). Высокие темпы экономического роста выявили несоответствие характера бизнеса российских квазиоткрытых акционерных обществ их организационно-правовой форме. Организационно-правовые формы компаний России, равно как и корпоративное право, юридически современные, но в большинстве своем достаточно формальные. С одной стороны, это отразило проблему правоприменения «хороших» норм [33], а с другой — проблему недостаточной мотивации на использование этих норм самими компаниями [19, 20, 26]. Мотивы инвесторов в этом случае связаны не только с практикой развития корпоративного законодательства, но и с общими условиями развития трансформационных экономик [5].

В то же время в тех сферах бизнеса, где наряду с ростом рынка развивается конкуренция и требуется привлечение значительных финансовых ресурсов, наблюдается очевидная тенденция к большей открытости в отношении внешних инвесторов, хотя пока и не достигающая уровня деятельности по модели «публичной компании». Кроме информационной открытости положительным сигналом для инвесторов в отношении качества объекта вложения средств служит вся совокупность применяемых предприятием стандартов корпоративного

**Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования*,
% к итогу**

Наименование показателя	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Инвестиции в основной капитал всего	100	100	100	100	100	100	100	100	100
В том числе по источникам финансирования:									
собственные средства	49,0	47,5	49,4	45,0	45,2	45,4	44,5	44,3	41,5
Из них:									
прибыль, остающаяся в распоряжении организации	20,9	23,4	24,0	19,1	17,8	19,2	20,3	20,2	19,9
амортизация	22,6	18,1	18,5	21,9	24,2	22,8	20,9	21,3	18,1
привлеченные средства	51,0	52,5	50,6	55,0	54,8	54,6	55,5	55,7	58,5
Из них:									
кредиты банков	—	2,9	4,4	5,9	6,4	7,9	8,1	8,9	9,4
в том числе кредиты иностранных банков	—	0,6	0,9	0,9	1,2	1Д	1,0	1,5	1,1
заемные средства других организаций	—	7,2	4,9	6,5	6,8	7,3	5,9	5,4	6,1
бюджетные средства	21,8**	22,0	20,4	19,9	19,6	17,9	20,4	19,8	21,2
В том числе:									
из федерального бюджета	10,1	6,0	5,8	6,1	6,7	5,3	7,0	6,9	8,4
из бюджетов субъектов РФ	10,3***	14,3	12,5	12,2	12,1	11,6	12,3	12,0	11,5
средства внебюджетных фондов	11,5	4,8	2,6	2,4	0,9	0,7	0,5	0,5	0,5
Прочие	—	15,6	18,3	20,3	21,1	20,8	20,6	21,1	21,3

* С 2000 г. — без субъектов малого предпринимательства. ** Включая средства бюджетного фонда государственной поддержки приоритетных отраслей экономики. *** Включая средства местных бюджетов. *Источник:* данные на конец 2007 г. [22].

управления. Насколько формальным будет применение стандартов корпоративного управления, зависит от того, есть или нет стимулы у лиц, принимающих решения в фирмах, а также от качества институтов вообще. Так, ряд авторов — экспертов в области корпоративного управления — отмечают, что даже при наличии эмиссионной деятельности применение норм корпоративного управления остается формальным. Изменение параметров работы совета, вызванное выходом компаний на IPO, не отражает реального улучшения качества управления, а вызвано требованиями регуляторов фондового рынка [4, 12, 16].

Несмотря на инвестиционную активность компаний, реальные объемы инвестиций в период роста с 2000 по 2007 г. оказались недостаточными для серьезных структурных изменений даже в самых преуспевающих отраслях. Приме-

нение стандартов лучшей практики корпоративного управления будет востребовано, если соблюдаются, как минимум, два условия. Во-первых, управление должно способствовать увеличению доходов собственников предприятия; во-вторых, финансовый рынок должен быть достаточно эффективным, чтобы цена акций верно отражала показатели эффективности работы предприятия.

Исследования по корпоративному управлению в российских компаниях зафиксировали общее улучшение практики применения мировых стандартов [16, 21, 24, 26]. Важными предпосылками для этого стали рост конкурентоспособности российских компаний на международных рынках и улучшения в корпоративном законодательстве (окончание массовой приватизации, введение нового закона о банкротстве, адекватная налоговая политика), а также широко распространившиеся процессы корпоративной интеграции⁷, ставшие условием и следствием высокой концентрации собственности. Интеграция выступила одним из механизмов повышения конкурентоспособности компаний. Причем этой конкурентоспособности холдинги достигли благодаря концентрации собственности и принятия решений в одном центре, а также благодаря распространению рычагов корпоративного управления, осуществляющих эффективный мониторинг за менеджментом [6]. Холдингам присуща важная для понимания корпоративного управления в целом черта — отделение владения от управления, т. е. введение внешнего управления на предприятиях, входящих в состав холдинга. Создание элементов внешнего управления характерно в первую очередь для рядовых членов холдинга, для которых выстраиваются имущественные отношения с головными или управляющими компаниями через владение пакетами акций со стороны «центра».

Особенности национальной модели корпоративного управления привели к преимущественному развитию внутренних механизмов корпоративного управления. Важнейшей предпосылкой этому выступила концентрация собственности, ставшая ответом на слабость институтов защиты прав собственности. Доминирующий собственник в условиях слабой защиты прав собственности, приобретая контрольный пакет, платит в первую очередь не за поток будущих дивидендов, а за право контроля над компанией. Если внешние формы мониторинга за действиями менеджера — фондовый рынок и недружественные захваты — действуют плохо и существует проблема согласования разрозненных действий множества акционеров, то контроль со стороны доминирующего собственника эффективно выполняет функцию мониторинга [25].

Деятельность совета директоров в условиях концентрированной собственности имеет ограниченное влияние, если доминирующий собственник может нанимать и увольнять руководителей и выплачивать бонусы либо имеет место

⁷ Масштабы распространения бизнес-групп в российской экономике значительны: для крупнейших объединений «олигархического типа», по оценкам С. Гуриева и А. Рачинского [40], на начало 2000-х гг. показатель продаж в промышленности составил 39 %, количество нанятых работников — 42 %. Для 822 предприятий ГУ–ВШЭ 2006 г. этот показатель составил 39,2 % от общего числа АО выборки, в которых было занято 64 % работников. Для отраслей промышленности эти показатели составили 36 и 55 % соответственно [10].

инсайдерский тип корпоративного контроля, при котором доминирующий собственник сочетает владение и управление, а также является членом совета директоров [32]. Сохранение «инсайдерской» модели совета отмечали и более поздние исследования [4, 23].

Развитие информационной прозрачности компаний имеет ограничение на применение как из-за риска потери контроля над предприятием со стороны собственников, так и из-за технических сложностей внедрения современных инструментов раскрытия информации, таких как международные стандарты финансовой отчетности (МСФО).

Угроза увольнения топ-менеджера по причине неэффективного управления нивелируется корпоративным контролем со стороны доминирующего собственника. Только в случае внешнего концентрированного контроля этот механизм может быть действенным. Подобный тип контроля на сегодня присутствует в России, пожалуй, только в секторе интегрированных компаний [1, 6, 7].

Цикл исследований Р. Ла Порты и др. [42–45] выявил значительную роль законодательной и исполнительной базы в мониторинге менеджеров и контроле за поведением акционеров, которое может нанести ущерб прочим стейкхолдерам. Наибольшее значение в России получили арбитраж и аудит как механизмы соблюдения законов.

В условиях неразвитости рынков корпоративного контроля следует отметить роль в создании стимулов у менеджеров и инвесторов на эффективную работу компаний такого механизма, как конкуренция на товарных рынках. В условиях низкого конкурентного давления менеджмент компании может позволить себе преследовать цели, отличные от максимизации прибыли и благосостояния акционеров. Конкуренция заставляет встраивать в целевую функцию компании прибыльность, поскольку те фирмы, которые не будут стремиться к максимизации прибыли, будут вытолкнуты с рынка. Конкуренцию традиционно сопровождают институты демократического общества, одним из которых является корпоративное управление. При слабой защите прав собственности монополизация обеспечивает доступ к ограниченным ресурсам и потребителю через использование «административного ресурса».

Сохранение и укрепление сети взаимоотношений с государством федерального и регионального уровней остаются характерной чертой российской модели корпоративного управления. Последовательное сокращение доли государственной собственности в пореформенный период сменилось с 2004 г. тенденцией усиления роли государства в корпоративном секторе благодаря интеграции активов государства в холдинговые структуры [15]. Будучи внешним инвестором, государство заинтересовано в создании механизмов корпоративного управления, но представители государства в советах зачастую слабо мотивированы на эффективную работу по многим причинам: занятость по основному месту работы, отсутствие специализированных знаний, отсутствие денежной компенсации и пр. [16, 18]. Законодательно определенная регламентация работы государственных представителей снижает эффективность принимаемых ими решений. В то же время государство является инициатором внедрения стандартов лучшей практики корпоративного управления в российских компаниях

[24]. Соблюдение формальных признаков применения стандартов корпоративного управления в компаниях с государственной собственностью может быть представлено как общественное благо, которым пользуются в первую очередь миноритарные акционеры.

Однако растущая роль государства в российской экономике при неразвитости рыночных институтов привела к усилению оппортунизма крупных компаний. Связи с государством позволили крупному бизнесу извлекать «административную ренту», которая в краткосрочном периоде существенно превышала возможную отдачу от упорядочения бизнес-процессов и повышения внутренней эффективности.

Неопределенность прав собственности стимулировала процесс вывода прибыли за рубеж либо сверхкрупных выплат дивидендов⁸. Инвестиции осуществлялись за счет дорогих заемных средств. Близость к государству создала прецедент принятия решений с возможностью переложения ответственности за провал на бюджет, а следовательно на общество в целом. Для крупных компаний было свойственно быстрое разрастание масштабов бизнеса, усложнение его организации и снижение внутренней эффективности и управляемости для собственников, которая на фоне высоких темпов экономического роста оставалась незаметной для внешних инвесторов и не воспринималась как угроза собственниками и топ-менеджерами самих компаний.

Государственное вмешательство в экономику и корпоративную сферу в том числе вряд ли создаст в ближайшее время условия для формирования у крупного бизнеса мотивов к развитию компаний: социальные обязательства по сохранению занятости в обмен на господдержку, вероятность перехода части собственности государству из-за невыплат госкредитов, сложность структур глобально оперирующих компаний и лоббирование интересов вряд ли создадут условия для реструктуризации компаний. Чрезмерная увлеченность проблемами крупного бизнеса отвлекает ресурсы государства от более эффективного среднего бизнеса.

Таким образом, для развития компаний в современной российской экономике складывается неблагоприятная среда: дискредитированы принятые в мировой практике стандарты корпоративного управления, не защищены прав собственности и в целом несовершенны национальные институты. Это создает широкие возможности для оппортунизма лиц, принимающих решения в фирмах. Несмотря на то, что сегодняшняя политика государства поддерживает рентоориентированное поведение крупного бизнеса, именно государство может стать инициатором улучшений в сфере корпоративного управления, выйдя на международный уровень с инициативой создания новых межнациональных институтов. Возможностей для создания новых эффективных институтов у агентов на микроуровне гораздо меньше, чем у государства.

⁸ Например, в 2003 г. компании энергетического комплекса объявляли выплаты дивидендов в размере до 90 % от прибыли.

1. Авдашева С. Б. Холдинги с участием государственных и смешанных компаний: оценка российской практики в контексте мирового опыта // *Вопр. экономики*. 2007. № 1. С. 98–111.
2. Анализ роли интегрированных структур на российских товарных рынках / под ред. С. Б. Авдашевой, А. З. Астаповича, А. Е. Шаститко; Бюро экон. анализа. М., 2002.
3. Адизес И. Управление жизненным циклом корпорации. СПб., 2007.
4. Верников А. Совет директоров и система корпоративного управления в российских банках // *Управление и устойчивое развитие бизнеса: стратегическая роль совета директоров*. М., 2008. С. 51–59.
5. Долгопятова Т. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования) // *Вопр. экономики*. 2001. № 5. С. 46–60.
6. Долгопятова Т. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // *Рос. журн. менеджмента*. 2004. Т. 2, № 2. С. 3–26.
7. Долгопятова Т. Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний (эмпирическое свидетельство) // *Вопр. экономики*. 2007. № 1. С. 84–97.
8. Иващевская И. В., Константинов Г. Н., Филонович С. Р. Становление корпорации в контексте жизненного цикла организации // *Рос. журн. менеджмента*. 2004. № 4. С. 19–34.
9. Изменение поведения предприятий в постприватизационный период // *Вопр. экономики*. 1996. № 10. С. 121.
10. Интеграционные процессы, корпоративное управление и менеджмент в российских компаниях. М., 2006. (Сер. Науч. докл.: независимый экон. анализ; № 180).
11. Капелюшников Р. И. Собственность и контроль в российской промышленности // *Вопр. экономики*. 2001. № 12. С. 112.
12. Кочетыгов Ю. Рейтинги корпоративного управления Standard & Poor's: в фокусе совета директоров // *Независимый директор : ежеквартал. обзор*. 2006. Осень.
13. Кузнецов П. В., Муравьев А. А. Механизмы участия государства в управлении акционерными обществами государственной и смешанной форм собственности в России // *Вестн. СПбГУ. Сер. 8*. 2002. Вып. 1, № 8. С. 34–57.
14. Кузнецов П. В., Муравьев А. А. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России (анализ «голубых фишек» фондового рынка) // *Экон. журн. Высш. шк. экономики*. 2000. Т. 4, № 4. С. 475–504.
15. Мальгинов Г. Н., Радыгин А. Д. Смешанная собственность в корпоративном секторе: эволюция, управление и регулирование. М., 2007.
16. Национальный совет по корпоративному управлению. Национальный доклад по корпоративному управлению. М., 2008. Вып. 1.
17. Полтерович В. Экономическая реформа 1992: битва правительства с трудовыми коллективами // *Экономика и математические методы*. 1993. Т. 29, вып. 4. С. 533–547.
18. Портрет совета директоров российской компании как отражение концентрированной структуры собственности компаний и препятствий на пути развития корпоративного управления. URL: <http://www.standardandpoors.ru>
19. Радыгин А. Д., Гонтмахер А. Е., Межеряус И. В. Экономико-правовые факторы и ограничения в становлении моделей корпоративного управления. М., 2004.
20. Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе. М., 2003. (Сер. Науч. докл.: независимый экон. анализ; № 148).
21. Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / под ред. Т. Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А. А. Яковлева. М., 2007.
22. Россия в цифрах. М., 2007.
23. Ружанская Л. С. Развитие механизма совета директоров в российских корпорациях: практика уральских компаний // *Корпоративное управление и устойчивое развитие бизне-*

са: стратегическая роль совета директоров / отв. ред. И. В. Ивашковская. М., 2008. С. 133–144.

24. Ружанская Л. С. Развитие внутренних механизмов корпоративного управления в российских компаниях. Екатеринбург, 2008.

25. Шаститко А. Е. Проблемы корпоративного управления и особенности перераспределения прав контроля в России // Фонд «Бюро экономического анализа»: информ.-аналит. бюл. 2004. № 56.

26. Яковлев А. Спрос на право в сфере корпоративного управления: эволюция стратегий экономических агентов // Вопр. экономики. 2003. № 4. С. 37–50.

27. Яковлев А. А. Агенты модернизации. М., 2006.

28. Яковлев А. А. Российская корпорация и региональные власти: эволюция модели взаимоотношений // Вопр. экономики. 2007. № 1. С. 124–139.

29. Alchian A. Specificity, Specialisation, and Coalitions // J. of Institutional and Theoretical Economics. 1984. Vol. 140. P. 34–49.

30. Alchian A., Woodward S. Reflection on the Theory of the Firm // Amer. Econ. Rev. 1987. Vol. 1, № 43. P. 119.

31. Barclay M., Holderness C. Private Benefits from Control of Public Corporations // J. of Financial Economics. 1989. Vol. 25.

32. Bergloff E., Claessence S. Самое главное – обеспечить исполнение норм корпоративного управления // Transition: Экон. вестн. о вопросах переходной экономики. М., 2004. № 4.

33. Bergloff E., von Thadden E.-L. The Changing Corporate Governance Paradigm // World Development Conf. / eds. B. Pleskovic, J. Stiglitz. Washington, 2000.

34. Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property. N. Y., 1932.

35. Blasi J., Shleifer A. Corporate Governance in Russia: An Initial Look // Corporate governance in Central Europe and Russia / eds. R. Frydman, Ch. W. Gray, A. Rapaczynski. Vol. 2 : Insiders and the state. Budapest, 1996. P. 78–108.

36. Demsetz H. Towards a Theory of Property Rights // Amer. Econ. Rev. 1967. Vol. 57. P. 350–367.

37. Demsetz H., Lehn K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences // J. of Political Economics. 1985. Vol. 93. P. 1155–1177.

38. Frye T. Capture or Exchange? Business Lobbying in Russia // Europe-Asia Studies. 2002. Vol. 54, № 7. P. 1017–1036.

39. Frye T. Credible Commitments and Property Rights: Evidence from Russia // Amer. Political Science Rev. 2004. Vol. 3, № 98. P. 453–466.

40. Guriev S., Rachinsky A. The Role of Oligarchs in Russian Capitalism // J. of Economic Perspectives. 2005. Vol. 1, № 19. P. 131–150.

41. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure // J. of Financial Economics. 1976. Vol. 3. P. 305–360.

42. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Legal Determinants of External Finance // The J. of Finance. 1997. Vol. 52(3). P. 1131–1150.

43. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance // J. of Political Economy. 1998. Vol. 106, № 6. P. 1113–1155.

44. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Corporate Ownership Around the World // J. of Finance. 1999. Vol. 54(2). P. 471–517.

45. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Investor Protection and Corporate Valuation // Ibid. 2002. Vol. 57(3). P. 1147–1170.

46. Morck R., Shleifer A., Vishny R. W. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis // J. of Financial Economics. 1988. Vol. 20. P. 293–315.

47. Shleifer A., Vasiliev D. Management Ownership and Russian Privatization // Corporate Governance in Central Europe and Russia / eds. R. Frydman, C. Gray, A. Rapaczynski. Vol. 2 : Insiders and the State. Budapest, 1996.

48. *Tirole J.* Corporate Governance // *Econometrica*. 2001. Vol. 69 (1). P. 1–35.
49. *Zingales L.* Corporate Governance // *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. 1997.

Рукопись поступила в редакцию 7 сентября 2009 г.

УДК 330.322.013 + 621.31

Е. В. Сеницын
А. В. Стерхов

**НЕКОТОРЫЕ ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКИ
ПРИ СЛИЯНИЯХ И ПОГЛОЩЕНИЯХ (НА ПРИМЕРЕ ОПТОВЫХ
ГЕНЕРИРУЮЩИХ КОМПАНИЙ)**

В статье предложена методика оценки эффективности слияний и поглощений на примере генерирующих компаний оптового рынка электроэнергии. Сформулированы критерии выбора пар компаний, осуществляющих слияния, и оценки возникающего в результате слияний отраслевого равновесия. Приведен подход к оценке достигнутой стоимости компаний после объединения.

К л ю ч е в ы е с л о в а: электроэнергетика, оптовые генерирующие компании, инвестиционная деятельность, слияния, поглощения.

В ранее опубликованной статье [10] авторами был приведен алгоритм расчета достигнутой стоимости предприятий, относящихся к сфере электроэнергетики. Было показано, что основными факторами, определяющими достигнутую стоимость компании, являются объем производственных активов по первоначальной стоимости, рентабельность активов ROAA и средневзвешенная стоимость капитала.

Одним из способов увеличения инвестиционной привлекательности компании и роста ее достигнутой стоимости является присоединение активов путем слияний или поглощений. Кроме того, слияния и поглощения позволяют увеличить рыночную стоимость фирмы.

По мнению Стэнли Фостера Рида, термин «поглощение» является более общим по сравнению с термином «слияние» [9, 23–24]. Поглощение означает передачу собственности. Поглощение может быть проведено в форме сделки, предполагающей покупку акций или активов. Слияние — более узкий термин, описывающий юридическую процедуру, при которой одна корпорация соединяется с другой и растворяется в ней [Там же, 24].

Часто имеет место поглощение активов компании, при котором не происходит их последующего слияния [Там же, 25]. В качестве примера можно привести покупку пакетов акций оптовых генерирующих компаний иностранными стратегическими инвесторами (так, пакет акций ОГК-5 был приобретен корпо-